

Sector: *Seguros*

Los fundamentales son sólidos pero carece de catalizadores.

CATALANA OCCIDENTE

Recomendación: **Neutral**
 Precio Objetivo: **34,2 €**
 Potencial: **+24,4%**

Analista: Eduardo Cabero

Datos Básicos

Capitalización (M €): 3.300 M€
 Último: 27,50 €/acc.
 Nº Acciones (M.): 120,0 M acc.
 Min / Max (52 sem): 23,15€/acc./35,3€/acc.
 Cód. Bloomberg / Reuters: GCO.SM / GCO.MC
 Evolución anual (YTD): -7%

Accionariado

Mayoritarios: 68,0%
 Free-Float: 32,0%

Principales ratios

	2020r	2021r	2022e	2023e	2023e
PER	13,3x	8,4x	7,5x	7,7x	7,3x
P/V	1,0x	0,9x	0,7x	0,7x	0,6x
Rentabilidad div.*	2,3%	3,0%	3,5%	3,7%	3,9%

*Cálculo realizado con criterio de cobro

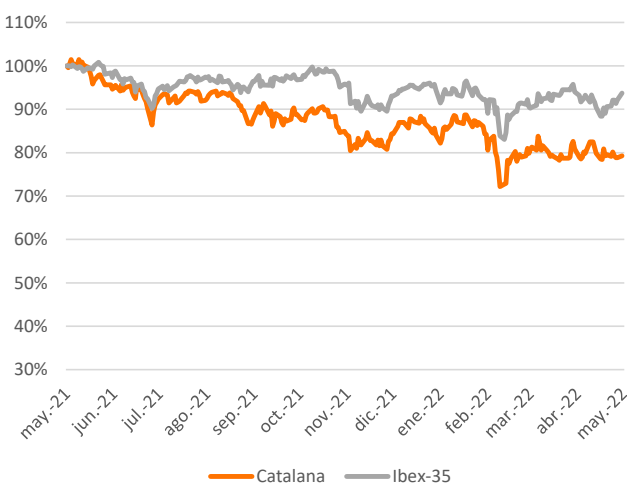
Principales cifras

	1T22	Var.%	1T20	4T21
Primas adquiridas	1.222	7%	7%	1%
No vida	421	3%	3%	-2%
Crédito	521	15%	15%	6%
Vida	279	1%	1%	-4%
Ing. Seguros	1.279	7%	7%	-2%
Rdo. Técnico	174	14%	49%	65%
Rdo Financiero	13	8%	329%	-39%
BAI	192	17%	50%	64%
BNA	132	20%	47%	100%

Inversiones Entidad	14.011	-0,9%
R. Combinado No Vida	88,7%	-0,2 p.p.
R. Combinado Crédito	66,2%	+3,9 p.p.
Solvencia*	220%	

*A cierre de 2021

Evolución respecto al Ibex35 (base 100)



Bate expectativas en 1T 2022. **Revisamos nuestra recomendación a la baja hasta Neutral** desde Comprar y el Precio Objetivo hasta 34,2€/acc. (vs 38,2€/acc. ant.) por mayor coste del capital. Los **fundamentales** siguen siendo **sólidos** apoyados en unos **resultados** muy buenos, impulsados por el **Crédito** (crecimiento&baja siniestralidad), y en un cómodo nivel de **solvencia**. Sin embargo, **carece de catalizadores** ya que consideramos el **dividendo** sostenible en el tiempo, pero poco atractivo en comparación con el sector y acumula un **exceso de capital** que no reparte y no consigue encontrar oportunidades de M&A, penalizando el ROE. Por tanto, revisamos nuestra recomendación hasta encontrar catalizadores (aumento de la rentabilidad por dividendo, M&A...) que puedan impulsar la acción, que permanece en rango lateral en un momento en el que sus resultados en Seguro de Crédito brillan

Bate expectativas. Siniestralidad en Crédito se mantiene baja.

Las primas adquiridas avanzan hasta 1.222 (+7,4% vs 1T 21; +1% vs 4T 21) impulsadas por una mayor actividad en el seguro de crédito (+11% vs +6% en 2T 2021). El negocio tradicional crece en primas (+2,4% a/a) pero se ralentiza respecto al 4T 2021. El ratio combinado mejora ligeramente por una menor siniestralidad en el ramo de multirriesgos (ausencia de eventos climatológicos) que contrarresta un aumento significativo en autos tras la normalización de su uso. El seguro de Crédito continúa su buena evolución debido a una combinación de dos factores: (i) fuerte crecimiento en primas por mayor actividad de sus asegurados y mayor exposición al riesgo - primas adquiridas +14,9% -y (ii) el ratio combinado se mantiene en niveles históricamente bajos a pesar de un repunte de la siniestralidad- 66,2% vs ~79% año normalizado -. Esta buena evolución del resultado técnico conduce a un incremento de doble dígito del resultado atribuido (+19,8%) que se sitúa en 132,4M€.

Los fundamentales siguen siendo sólidos...

La mejora de **resultados** es un hecho. La evolución en ambos segmentos de negocio (Tradicional&Crédito) es muy buena. El segmento Tradicional (Autos, Multirriesgo, Diversos y Vida) avanza de forma sólida mientras que el resultado del Seguro de Crédito crece a doble dígito. Valoramos positivamente estos resultados, pero mantenemos la prudencia en lo referente al Seguro de Crédito. Nuestra valoración incluye una estimación de ratio combinado en crédito significativamente superior (74,1% en 2022 y 79,0% en 2023) que compara con un ratio actual de 66,2%. Además, la **solvencia** aumenta hasta 220% (216% a cierre de 2020 vs 213% 2019), lo que supone un nivel muy cómodo. Compara positivamente con otras compañías referentes en el sector (Axa 212%; Allianz 199%; Mapfre 195%), situándose en el rango alto.

...pero carece de catalizadores.

Si bien el **dividendo** lo consideramos sostenible en el tiempo debido a su cómoda solvencia, resulta escaso en el contexto actual. Estimamos una rentabilidad por dividendo para 2021 de ~3,5% que compara negativamente con la media del sector (Stoxx Insurance ~6%). El bajo *pay-out* permite realizar adquisiciones sin la necesidad de aumentar capital. Sin embargo, en la actualidad la compañía acumula un exceso de capital relevante. Su política de dividendo no cambia y, por tanto, no lo reparte a sus accionistas y tampoco consigue encontrar oportunidades de **M&A** que generen valor para la compañía. En consecuencia, el ROE se ve penalizado progresivamente. Además, en este contexto la baja ponderación del resultado financiero no actuará de catalizador en un entorno de tipos al alza y la baja liquidez de la acción tampoco ayuda. Por tanto, **revisamos la recomendación a Neutral** hasta encontrar catalizadores (aumento de la rentabilidad por dividendo, M&A...) que puedan impulsar la acción que permanece en rango lateral en un momento en el que sus resultados en Seguro de Crédito brillan.

Fuentes: Bloomberg, Reuters, propia compañía y Análisis Bankinter.

Todos nuestros informes disponibles en: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/actualidad>
<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
<https://www.bankinter.com/broker/analisis/videos>

Avda. de Bruselas, 14
 28108 Alcobendas, Madrid

Cifras en millones de euros

TAMI: Tasa anual media de incremento.

Resumen de PyG	2018r	2019r	2020r	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI'21/26
Primas	4.213	4.411	4.426	4.747	4.835	4.973	5.102	5.234	5.363	2%
Primas adquiridas	4.179	4.467	4.438	4.682	4.829	4.968	5.096	5.228	5.356	3%
- Negocio tradicional	1.601	1.620	1.644	1.675	1.719	1.757	1.790	1.824	1.851	2%
- Negocio del seguro de crédito	1.649	1.760	1.727	1.900	1.979	2.055	2.127	2.201	2.278	4%
- Negocio de Vida	930	1.087	1.066	1.107	1.132	1.156	1.179	1.203	1.227	2%
Ingresos por información	133	137	133	136	155	161	167	173	179	6%
Ingresos netos por seguros	4.311	4.603	4.571	4.818	4.985	5.129	5.263	5.401	5.535	3%
Coste técnico	2.585	2.739	2.918	2.850	2.984	3.085	3.153	3.223	3.291	3%
Comisiones	533	559	559	595	613	631	647	664	680	3%
Gastos	727	768	750	843	814	856	881	906	931	2%
Resultado técnico después de gas	467	538	344	529	573	557	581	607	632	4%
Resultado financiero	80	37	28	97	89	93	98	102	107	2%
Resultado cuenta no técnica no fi	-31	-25	-14	-34	-29	-29	-29	-29	-29	-3%
Resultado Comp. S. Crédito y Fun	6	6	6	15	9	9	9	9	9	-10%
Resultado antes de impuestos	523	556	365	607	643	631	659	689	719	3%
Resultado consolidado	386	425	270	468	480	471	492	515	537	3%
Resultado atribuido a minoritario:	34	39	8	41	42	41	43	45	47	3%
Resultado atribuido	352	386	262	427	438	430	449	470	490	3%
R. Combinado Negocio tradiciona	91,2%	90,4%	88,6%	88,9%	90,4%	88,9%	88,8%	88,7%	88,6%	
R. Combinado Seguro de crédito	78,8%	78,7%	94,1%	64,1%	76,1%	79,0%	78,8%	78,6%	78,4%	
ROE	12,3%	11,1%	7,3%	10,5%	10,3%	9,4%	9,1%	8,9%	8,7%	

Síntesis de valoración: Metodo WEV

V. Contable/acc. 2022e	36,9
Coste del Capital	10,6%
Crecimiento (g)	1,0%
ROE largo plazo	9,9%
P/BV	0,93x
PRECIO OBJETIVO	34,2

Sensibilidad al Coste de Capital y al Crecimiento

		Crecimiento (g)				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
Coste del Capital	7,6%	48,0	48,8	49,7	50,8	52,0
	8,6%	42,5	42,8	43,2	43,6	44,2
	9,6%	38,0	38,1	38,2	38,3	38,4
	10,6%	34,5	34,3	34,2	34,1	33,9
	11,6%	31,5	31,3	31,0	30,7	30,4
	12,6%	29,0	28,7	28,3	27,9	27,5
	13,6%	26,9	26,5	26,1	25,6	25,2

Tasa Libre de Riesgo: B10a español (media últimos 3 años)

Fuentes: Bloomberg, Reuters, propia Compañía y Análisis Bankinter

Todos nuestros informes disponibles en: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/actualidad><https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes><https://www.bankinter.com/broker/analisis/videos>Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas, Madrid

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
24/05/2022	Neutral	34,2
02/11/2021	Comprar	38,2
02/08/2021	Comprar	37,3
06/05/2021	Neutral	35,4

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro <https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/fuentes

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director	Aránzazu Cortina - Industriales
Rafael Alonso - Bancos	Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecom
Aránzazu Bueno - Eléctricas	Eduardo Cabero - Seguros & Medios de Pago
Jorge Pradilla - Logística	
Mariana Queirós Ferro - Telecoms	

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable

Todos nuestros informes en: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/actualidad>

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/videos>

Avda. de Bruselas, 14

28108 Alcobendas, Madrid